

## 晨会纪要



### 今日观点

- 策略研究：2012年度A股策略：升引擎，变逻辑，再布局
- 电力设备行业：监管驱动 风机改造市场超预期；维持看好
- 证券行业：把握转型 寻找弹性——2012年证券行业年度策略；维持看好
- 汽车行业：大中型客车行业草根调研简报 —— 校车市场风生水起；维持看好
- 长海股份：拉弓满月 蓄势待发；首次买入
- 华兰生物：重庆子公司静丙获批；维持增持
- 盾安环境：新建空调配件基地，开拓光伏电站项目；维持买入
- 烟台万润：全球液晶单体、中间体卓越供应商
- 青青稞酒：青稞酒小巨头，行业难得新成员

### 最新报告

- 海能达：索罗斯为何连续增持 Motorola Solution；维持买入
- 好当家：增发尘埃落定，业绩驶入快车道；维持买入

### 财经要闻

- 人民币遭狙击连跌停 机构会诊热钱流出后患
- 央行外汇占款 8年首降 10月净减 893亿
- 11月新增贷款或不超 6000亿 信贷宽松仍需观望
- 1年期央票利率连续第四周维持在 3.4875%水平
- 美元汇率走低 原油期货收涨 0.3%
- 碳排放量激增创历史新高
- 基药目录将增加抗结核药品
- 水泥需求难言乐观
- 成品油价上调窗口近期恐难开启

### 国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	2325.91	-0.31
深证成指	9586.94	0.01
沪深300	2516.34	-0.20
上证180	5336.90	-0.28
深圳中小板	5502.36	0.17
上证B股	220.90	1.77
上证基金	3834.19	-0.24
国债指数	130.92	0.11

### 海外市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
香港恒生	18942.20	-1.24
香港国企	10258.50	-1.48
道琼斯	12150.13	0.43
S&P500	1258.47	0.11
NASDAQ	2649.56	-0.23
日经	8575.16	-1.39

### 东方行业指数涨幅前5名

行业指数	收盘	涨幅%
信息服务	1633.31	0.79
信息设备	1140.27	0.72
房地产	2294.35	0.60
电子	1384.99	0.32
采掘	4928.03	0.27

### 东方行业指数跌幅前5名

行业指数	收盘	跌幅%
食品饮料	5819.91	-0.99
有色金属	3536.97	-0.75
农林牧渔	1923.71	-0.74
交运设备	2594.37	-0.41
餐饮旅游	2542.83	-0.40

资料来源：东方证券研究所

## 今日观点

### 1 策略研究：2012 年度 A 股策略：升引擎，变逻辑，再布局

#### 研究结论

十二五，三驾马车齐升级：当下面临的全球性大危机，正是变革的最佳时间窗口。我们预期在明年以及整个十二五期间，转型中的国民经济将升级发动机——1) 深度城市化；2) 大消费和消费升级；3) 人民币国际化。这其中包含着大量的可供布局的投资机会。

2012，变逻辑：长期流动性的变革拐点正在来临，纵观 2012 全年，流动性改善，经济着陆，通胀下行将是主要事件，我们判断经济工作的重心将从 CPI 转向 GDP，经济“先见底再复苏”。预测 2012 年 GDP 减速到 8.5%左右，CPI 下降到 3.7%左右。

趋势判断：我们预计明年上证综指的估值水平将在 10.8 和 12.5 之间变动，对应指数的核心波动区间为（2300，2900）。市场波动变化大致体现为上下上的 N 字形态。

**配置建议：流动性改善初期，主题投资为矛博绝对收益；通胀下行时，中档消费为盾守相对收益，将是贯穿全年的投资策略。在此基础上，需抓住两次大市向上的波动性机会：一季度全球再度集体救市产生流动性释放的上升浪和三季度实体经济景气上行的主升浪。**

**证券分析师 梁宇峰** (S0860510120002) 021-63326320 liangyufeng@orientsec.com.cn

**联系人 邵宇** 021-63326032 shaoyu@orientsec.com.cn

**联系人 杨娜** 63325888\*6253 yangna@orientsec.com.cn

**联系人 王鹏** 63325888\*6111 wangpeng@orientsec.com.cn

**联系人 吴胜春** 63325888\*6112 wushengchun@orientsec.com.cn

### 2 电力设备行业：监管驱动 风机改造市场超预期；维持看好

#### 事件：

今年 12 月 2 日，国家电监会发布了《风电安全监管报告》，其中提及“已投运风电机组大部分不具备低电压穿越能力；并向内蒙古、甘肃、河北、辽宁、吉林等风电大规模集中接入地区的风电场提出立即开展并按要求完成低电压穿越能力改造；其他地区风电场，也应按期完成改造整改工作”。

原文链接：[http://www.serc.gov.cn/zwgk/jggg/201112/t20111202\\_15628.htm](http://www.serc.gov.cn/zwgk/jggg/201112/t20111202_15628.htm)

#### 研究结论

国内风机改造空间广阔，市场容量或超预期。此次监管报告进一步推进了风机低电压穿越改造，要求几个大规模集中接入地区的风电场立即开展并按要求完成低电压穿越能力改造，其他地区也必须抓紧制定改造计划和方案尽快完成改造。根据此次电监会提及的改造案例，部分风机改造价格高达 46-76 万元，远高于我们此前 10 万元的预测假设。保守假定每台机组改造价格为 20 万元，风机改造将带来 60 亿的新增市场空间，较我们此前预测高出 100%。考虑到个别地区的风电场仍未确定方案，因此，60 亿的改造市场将在 12-13 年集中爆发。

风电变流器进口替代在即，市场空间广阔。目前，国产风电变流器的大部分市场份额仍然由外资厂商占据，内资企业占比不到 10%，存在广阔的进口替代空间。但近年通过技术比对，国内一些优秀的厂商在技术实力方面已经接近国外领先厂商的水平，根据我们的跟踪研究，外资厂商的改造

价格数倍于国内厂商。我们认为，庞大的改造费用足以打破原本和谐的合作关系，而整机厂商为了应对风机改造的压力，也开始逐步寻找能够低价、可靠地进行风机改造的厂商。

**预期相关设备商将有望受益，重申科陆电子的增持评级。**我们分析认为，兼顾增量进口替代和存量改造的厂商将有望迎来广阔市场前景。预期相关设备商科陆电子（增持）、阳光电源（未评级）、海得控制（未评级）等将有望受益。其中，科陆电子由于技术领先、产品稳定可靠，此前已与东汽签订长期战略合作协议。我们分析认为，这对于科陆只是一个开始，而随着公司在风机改造方面的示范效应不断显现、直驱风电变流器产品的推出，公司在该领域将有望成就更大的空间。在智能电表、用电自动化等传统业务方面，订单非常饱满，随着前期原材料短缺影响的消除，预期业绩也将逐步得到提升。

催化剂 更严格技术标准出台 风电装机规划出台 储能技术突破

风险 国产化进程低于预期、行业竞争加剧、专利权诉讼。

**证券分析师** 杨宝峰(S0860510120005) 021-63325888\*6099 yangbf@orientsec.com.cn

**证券分析师** 曾朵红 021-63325888\*6089 zengduohong@orientsec.com.cn

**联系人** 方重寅 021-63325888\*7500 fangcy@orientsec.com.cn

### 3 证券行业：把握转型 寻找弹性——2012年证券行业年度策略；

#### 维持看好

##### 研究结论

转型是证券股投资的长期主线：中国证券业正处在政策松绑、创新业务快速推进的大变革时代。纵观美国同业发展史，高盛、嘉信理财等代表券商均在这一时期完成转型，成长为行业翘楚。我们认为，战略和业务层面的转型将是国内证券公司打造核心竞争力、完成转型的突破口。从战略层面看，在目前多数公司战略模糊、业务雷同的背景下，具备战略前瞻性、敢于打破常规的证券公司将是最有可能从竞争红海中突围的公司。从业务层面看，当前证券公司的业务转型恰逢其时，新业务的开展不仅将为券商带来增量收入，还将彻底改变整个行业的商业模式。我们相信，未来中国证券业将由目前的通道业务收入为主、低杠杆、劳动密集型行业蜕变为资本收入为主、中高杠杆、技术密集型的行业。资本充裕、转型积极、传统业务有优势的证券公司有望成为这场变革中的胜出者。

寻找低基数下证券公司的业绩弹性：证券公司的弹性一直是市场的关注焦点。根据我们的梳理，券商的业绩弹性主要来源于经纪业务、自营业务和经营杠杆（费用率）。今年以来，股票、基金交易换手率回落至历史低位、股债双杀使证券公司自营收益率降至1%以下、费用率创出历史新高——以上三大影响因素均达到历史最低（差）值，可能意味着目前证券业盈利的向上弹性显著。未来市场略微转好，将促使股票换手率向均值回复、自营收益由低位反弹以及费用率的自然下降，这些都有利于证券业盈利的快速回升。个股上，经纪和自营业务弹性大、费用率高的券商将是来年拥有较高业绩弹性的标的。

2012年证券业盈利增速将达23%：我们预计2012年上市券商盈利有望由2011年低位反弹，净利润增速将达到23%。其中（1）假设股票换手率反弹至20%，日均成交额升至2240亿元，同时佣金率微降3%，则行业经纪业务收入增长14%；（2）由于今年以来客户保证金下降超过2成，预计2012年来自存款的利息净收入将下降8-9%，不过融资融券利息收入的快速增长将抵消这一负面影响。综合来看，证券行业利息净收入将微增5%左右；（3）假设2012年股市基本持平，券商自营的权益部分略跑赢市场，按照2%-2.5%的整体收益率，预计上市券商自营业务收入将实现

40%以上的增长；（4）在行业营收触底反弹的假设下，我们判断上市券商成本收入比下降 2-3 个百分点，与之对应的费用增速仍在 10%以上。

按照以上假设，我们预计主流券商基于 2012 年的动态 PE 将回落到 20X 以下，PB 降至 2X 以下。在盈利有望低位反弹、新业务预期不断的背景下，我们看好 2012 年证券股的表现。个股上，我们建议循着“转型”和“弹性”两条主线寻找投资标的。其中转型主线建议关注创新业务有优势、估值偏低的海通证券和中信证券；弹性主线建议关注拥有较高自营和经纪业务弹性的东北证券。

证券分析师 王鸣飞 (S0860511040001) 021-63325888\*6085 wangmingfei@orientsec.com.cn

## 4 汽车行业：大中型客车行业草根调研简报 —— 校车市场风生水起；维持看好

### 研究结论

我们于近日就校车问题走访了教育主管部门，交运公司，公交公司、潜在的校车用户，对大中型客车行业分析结论如下：

#### 1、预计《校车安全条例》征求意见稿近期有望出台。

温总理在 11 月 27 日召开的全国第五次妇女儿童工作会议上表态，国务院已责成有关部门一个月内制订出校车安全条例，完善校车标准，做好校车设计、生产、改造、配备等工作，并建立相应管理制度。做好校车工作所需资金由中央和地方财政分担，多方筹集。明确地方政府和部门责任，严格责任追究制，对发生的恶性事故要依法严肃处理。按照政府制订行业管理法规的惯例，一项新的行业管理法规正式实施前，必须有一个面向有关部门、生产企业的征求意见稿发布。我们据此推测，校车安全条例征求意见稿将有望在近期出台。

#### 2、中国的潜在校车市场规模巨大。

根据我们的估算，目前中国专业校车产品的潜在需求量大约在 100 万台左右。目前市场上运行的多为没有校车生产目录的黑校车。这些黑校车的大部分在城乡结合部、城镇、乡村地区运营。由于近年来适龄儿童数量下降、教育主管部门为优化教育资源而进行了大量的学校合并，导致了城镇、农村地区适龄儿童上学路途显著变远，校车需求是非常迫切的。我们认为，即使国家不出台相关政策整顿校车，甘肃校车事故后，学生家长的安全意识也会显著增强，客观上也会促进专业校车需求的逐步释放。近期，各级政府加大了违法运营、恶意超载的黑校车的查处力度。在国家没有出台具体的校车运营管理办法之前，一些地方政府、私立学校已经着手开始购买专业的、具有国家校车生产目录的校车产品。

#### 3、中国校车市场风生水起。

综合国内主要客车企业的销售数据，我们估计，2009 年、2010 年，国内具有生产目录的校车产品的销量分别为 1100 台、3800 台，2011 年的校车产品销量大约在 8000~10000 台之间，我们分析认为校车市场正在快速启动。

#### 4、宇通客车在校车市场上的竞争优势有望使其率先受益于校车市场的全面启动。

我们分析认为，宇通客车在校车市场上的竞争优势在于

国内最早开始校车产品的研发，对校车产品的理解更加深入。公司 05 年就开始研发校车产品，06 年开发出校车产品，并于 07 年向市场公开展示，引起市场的高度关注；08 年，推出按照美国校车标准设计的“长鼻子”校车。公司于 09 年参加了国家有关部门组织的《中小学校车安全技术条件》的制订工作。

校车产品线齐全。目前国家的校车产品生产目录，超过半数的产品目录为宇通公司拥有；校车产品价格从 20 万~45 万，能根据不同的用户需求提供不同的产品。

公司从组织上、渠道上已经为校车市场启动做好了充分的准备。公司早在 05 年就成立了校车事业部，长期跟踪国内校车市场动态，销售渠道层面已经和潜在客户进行了前期的产品推广。

公司的校车产品声誉卓著。无论是德清校车运营范例、亦或是中国援助马其顿校车项目，都是宇通客车提供的校车产品另外，公司在公路客运与旅游客运市场上良好的品牌效应，也有利于公司在校车市场上的拓展。

产品工艺先进，耐久性强，安全性能良好。由于专业校车产品的运营强度低（早晚接送学生，每天行驶的里程有限），这要求校车产品具有良好的耐久性，以适应长周期运行的需要；公司的整车电泳技术可确保公司的客车产品型腔 8~10 年不生锈；车身的金刚封闭环设计显著增强了车身的抗塑性形变的能力，安全性能良好。

#### 5、投资建议

我们分析认为，校车市场的快速启动需要市场重新评估大中型客车产品的潜在需求规模和增长速度；行业产能现状和市场格局决定了该行业的龙头企业有能力受益于产品技术升级带来的单车盈利能力的提升，而不仅仅依靠产品销量的增长。行业龙头企业宇通公司预期将进入估值和盈利水平双重提升的阶段，我们预测公司 2011—2013 年每股收益分别为 2.09 元、2.82 元、3.60 元（若考虑配股因素，预计每股收益分别为 1.61 元、2.17 元与 2.77 元），给予公司 2012 年 15 倍的估值水平，对应目标价 32.55 元，维持公司买入评级。

**证券分析师** 秦绪文 (S0860510120032) 021-63325888\*6097 qinxuwen@orientsec.com.cn

**联系人** 王轶 021-63325888\*6129 wangyi1@orientsec.com.cn

**联系人** 朱达威 021-63325888\*6024 zhudawei@orientsec.com.cn

## 5 长海股份：拉弓满月 蓄势待发；首次买入

我们的观点：

玻璃纤维制品行业的龙头。公司是我国最大的玻纤制品制造商之一，主营产品包括玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板等。据中国玻纤工业协会的统计，公司短切毡市场占有率 13%，湿法薄毡 21%，复合隔板 27%，目前公司计划启用募集资金建造 2.7 万吨玻纤特种毡制品和 7 万吨 E-CH 高强度玻纤纱产能生产线，项目投产后将进一步扩大公司市场占有率，提高市场地位。

全球玻纤生产重心转向中国，国内复合材料潜力巨大。目前，我国玻纤产能已成为世界第一，2010 年玻纤产量占世界比例的 54%，而相比之下，我国玻纤制品和复合材料发展相对较缓，对进口依赖度较高，近几年我国复合材料已有明显的增长势头，2005—2010 年复合材料增速达到 15% 左右，我们预计 2010—2015 年中国复合材料玻纤使用量复合增速为 17% 左右，未来发展潜力巨大。

公司看点：(1) 预期产能释放将为公司贡献更多利润。募投项目将为公司增加 2.7 万吨玻纤特种毡制品的产能（短切毡 1.6 万吨、湿法薄毡 1.6 亿平方米），相当于公司原有制品产能基础上提高 80%，产能释放将为公司赢得更多的利润。(2) 自有玻纤纱生产有效降低制品生产成本。公司募投项目达产后将拥有 10 万吨玻纤纱生产能力，能够完全实现自供，节省成本费用为 1000 元/吨，扩充上游产业链也提高了公司抵御行业景气度波动的风险。(3) 核心产品湿法薄毡前景广阔、提升空间巨大。目前国内湿法薄毡产量所占玻纤行业总量比重较小（不到 3%），且应用领域较为单一，而美国湿法薄毡应用则要占玻纤市场总量的 1/3 以上，应用于多领域，公司作为国内最早生产湿法薄毡的企业，拥有着时间累积的“护城河”，未来将有望引领国内湿法薄毡的发展。

**盈利预测：**我们预测公司 2011—2013 年 EPS 为 0.51 元、0.94 元、1.34 元，未来三年业绩复合增长率为 50.3%，鉴于公司明年的产能释放和有效成本控制，我们给予公司 12 年 25 倍的市盈率，对应目标价为 23.4 元，首次给予公司“买入”评级。

风险提示：玻纤下游产品需求风险、募投项目产能达产延期风险、国外反倾销政策风险等。

**证券分析师 罗果** (S0860511010004) 021-63325888\*6070 luoguo@orientsec.com.cn

**联系人 沈少捷** 021-63325888\*5023 shenshaojie@orientsec.com.cn

## 6 华兰生物：重庆子公司静丙获批；维持增持

### 事件

重庆子公司静注人免疫球蛋白生产批件获批，即可向国家食品药品监督管理局申请 GMP 认证，通过后重庆子公司的静注人免疫球蛋白即可正式生产销售。

### 研究结论

血液制品收入中最重要的两个产品已获得生产批件：继上月末公告重庆子公司人血白蛋白获批后，今日公司又公告静丙获批，意味着血液制品的收入中占比 80% 以上的 2 个产品已经有了实质性的进展。我们认为重庆子公司已经采集的浆量加上明年新采的浆量，再结合今年放缓投浆节奏而节省的浆量，预期将基本弥补今年贵州浆站关停对公司明年业绩造成的影响。

行业供不应求状况预计将加剧：贵州关停浆站不仅对公司造成影响，对整个血液制品行业都有较大影响，但由于三个月窗口期和四个月生产周期的存在，可能会到明年上半年才会体现出来。目前行业已经供不应求，血液制品出厂价已经非常接近发改委核定的最高零售价（白蛋白约 360 元，静丙约 600 元），而且基本不给帐期，但经销商仍然非常愿意采购。我们了解到在未监管到的流通市场，血液制品加价非常厉害。而明年虽然有部分新浆站设立，但预计新增浆量仍无法完全弥补贵州关停浆站对行业的影响。

小儿流感疫苗增加疫苗收入：目前已经接近年底，无大规模流感发生，我们预计今年不大可能再由疫情催生收入增长，我们查询前 10 月的批签发数据，流感疫苗总体下降 17% 左右。但是公司新上市的小儿流感疫苗前 10 月的批签发数据为 353 万支，结合对 11 和 12 月的预期，我们预计今年疫苗总体收入同比增长接近 30%。由于流感是周期性的，我们预计未来公司疫苗仍将有较高增长。

**盈利预测：**公司尚有 714 万剂甲流疫苗未确认收入，截至目前无任何信息表明能在今年确认，而且公司在三季报中预测全年业绩时也假设不考虑剩余的甲流疫苗，所以我们在盈利预测中剔除此因素的影响（由于政府影响较大，我们也未将此加入 2012 年收入），此外结合批签发数据我们进一步调整产品收入和相应盈利预测，预计 11—13 年每股收益为 0.80 元（原预测 0.97 元，主要是甲流收入剔除导致）、0.96 元（原预测 1.00 元）和 1.13 元（原预测 1.22 元），维持公司增持评级。

**证券分析师 李淑花** (S0860510120034) 021-63325888\*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

**联系人 宋敏** 021-63325888\*6107 songmin@orientsec.com.cn

## 7 盾安环境：新建空调配件基地，开拓光伏电站项目；维持买入

### 研究结论

公布两个投资事项。公司同时公布两项投资事项，一个是拟设立芜湖盾安中元自控有限公司，生产空调及压缩机配件，一个是设立甘肃盾安光伏电力有限公司，建设 10MW 光伏电站项目。

设立芜湖盾安中元自控公司，新建配件生产基地。该项目总投资 44,072 万元，其中固定资产投资 34,272 万元，流动资金 9,800 万元。产品方案为年产 3,000 万只截止阀、3,000 万只家用空调压缩机用储液器和 200 万套家用空调系统集成管路组件。项目正常年度销售收入 103,570 万元。正常年份生产能力只要达到设计能力的 63.90%，就可以保持盈亏平衡。销售价格保持在 87.90%，就可以保本不亏。公司新建芜湖基地，将工厂转移到低成本区，旨在扩大产能，并同时降低单位成本。

在甘肃建 10MW 光伏电站，完善光伏产业链。公司计划成立甘肃盾安光伏电力有限公司（暂名），在甘肃省酒泉市金塔县红柳洼光电园区规划建设 10MW 光伏电站，正常运行多年平均上网电量 1705.41 万 kwh，项目建成后并网第 1 年即可达到设计发电能力，每年实现营业收入 1457.62 万元（按含税电价 1 元/kwh 计），预计第 8 年开始产生盈利，正常盈利年份年总成本 110.36 万元，年利润总额 1,347.26 万元；项目投资回收年限为 11.89 年（含建设期 1 年）。公司在甘肃地区建设光伏电站，是公司进一步延伸光伏产业链的举措，光伏行业公司着重在光伏电站和多晶硅两个环节布局。

维持公司买入评级，目标价 13 元。由于公司定向增发 8550 万股，且多晶硅价格跌幅超预期，我们相应调低公司盈利预测，预计 2011-13 年的 EPS 分别为 0.36、0.51、0.74 元，由于公司业务多样，没有直接可比公司，参考相关公司估值，考虑到公司正处于转型期，且有煤矿做为储备，给予 2012 年 25 倍 PE 较为合理，对应目标价 13 元。

风险因素：多晶硅价格大幅下跌、污水源热泵项目进度慢于预期。

证券分析师 曾朵红 021-63325888\*6089 zengduohong@orientsec.com.cn

联系人 方重寅 021-63325888\*7500 fangcy@orientsec.com.cn

## 8 烟台万润：全球液晶单体、中间体卓越供应商

### 研究结论

烟台万润以液晶单体、中间体的研发、生产、销售为主营业务，公司是国内唯一一家能够同时成为国际三大混合液晶材料企业 Merk、Chisso、DIC 液晶单体供应商的企业。公司 2010 年液晶单体销售收入达到 5.9 亿元，2008-2010 年 CAGR 为 33%，占主营业务收入的 80.40%，其中 TFT 液晶单体市场占有率占全球 17%。2010 年液晶中间体销售收入达到 1.05 亿元，占主营业务的 14.34%。

随着全球面板出货量的不断增加，同时近几年国内面板产能扩张都将带动液晶材料的需求。2010-2014 年全球 TFT 混合液晶需求量年复合增长率在 10%左右。国内今明两年投产的 6 代线以上的高世代液晶面板制造生产线有 6 条，产能超过 60 万片/月，如果按照满产计算，对应每年混晶新增需求量在 100 吨左右。

随着三大混合液晶企业液晶单体产能转移，公司液晶单体市场占有率有望得到进一步提升。液晶混配通常需要 10 到 20 种液晶单体混配而成，混配企业自身生产全部的液晶单体不具有规模效应及成本优势。公司凭借在液晶单体领域丰富的研发和管理经验，有希望承接更多的来自混晶企业的订单。

公司至成立以来一直专注于液晶材料的研发和生产，积累了在该领域大量的核心技术，具备较强的将科研成果快速产业化的能力。公司核心技术骨干、中高层管理人员在公司平均任职时间为 14 年，其中一半以上成员为公司最初创业团队成员，积累了在液晶领域丰富的数据、资料 and 核心专利。公司具备满足下游客户由于混合液晶材料产品更新换代带来的新产品需求的能力，能够把握液晶材料技术最新发展趋势，将前期科研成果迅速产业化，公司 2010 年新产品占主营业务收入的 31%。

募投项目解决目前公司产能瓶颈问题，保证公司的长期成长性。本次募投资金投向年产 600 吨液晶材料项目一期（400 吨），包括 100 吨液晶单体和 300 吨液晶中间体。公司在新产品研发上做了充分的前期积累，能够充分利用募投产能，将新产品迅速产业化，更好的满足下游客户需求。

**盈利预测与估值定价。**我们预测 2011~2013 年公司每股净收益分别为 0.90, 1.13, 1.46, 参考可比公司 12 年 23.53 倍 PE, 再结合 DCF 绝对估值法测算的公司理论内在价值, 我们认为公司对应合理估值区间为 26.58 ~29.68 元。

风险提示：1) 下游面板产业景气周期下行风险，2) 产品更新换代风险 3) 客户集中风险等

**证券分析师** 王晶 (S0860510120030) 021-63325888\*6072 wangjing@orientsec.com.cn

**证券分析师** 杨云 (S0860510120006) 021-63325888\*6071 yangyun@orientsec.com.cn

**证券分析师** 赵辰 021-63325888\*5101 zhaochen1@orientsec.com.cn

**联系人** 虞小波 021-63325888\*6065 yuxiaobo@orientsec.com.cn

## 9 青青稞酒：青稞酒小巨头，行业难得新成员

### 研究结论

公司是一家用青稞为原料生产清香型白酒的企业。青海互助青稞酒股份有限公司系由原青海互助青稞酒有限公司整体变更而成的股份有限公司，青稞酒有限成立于 2005 年 1 月 27 日，由华实投资与互助县国资营运中心共同出资组建，通过两次增资、两次股权转让后，华实投资持股青稞酒有限比例为 75%。公司实际控制人李银会目前持有发行人控股股东华实投资 94% 的股权。此次 IPO 发行不超过 6,000 万股，占发行后 4.5 亿总股本的 13.33%。近年来，由于政策因素，白酒行业新上市公司稀缺。公司主营业务为青稞酒的生产与销售，主要产品有互助、天佑德、八大作坊、永庆和等系列，公司是青稞酒品类最大的生产和销售企业，据了解，其余 30 余家青稞酒企业收入总额仅为 1 亿元左右，销售不足 1000 吨。

在体制改善、营销到位的前提下，公司的快速发展完全受益于白酒行业复苏和消费升级的大环境。公司在 2008-2010 年三年的收入和净利润复合增长率分别为 57%和 66%。2005 年公司完成改制，公司顺势完成管理和营销层面的改革，公司大力调整产品结构，实施多品牌的产品战略，提高产品档次，相继开发出并大力推广“八大作坊”、“天佑德”等中高档产品系列，逐步将公司的市场定位向中高端转变，截止 2010 年底，公司中高档青稞酒的收入占比已经上升至 53%，成为公司最大的利润贡献来源。在营销改革上，公司主要采取了深度分销策略，该销售策略的好处在于一是利润不会大幅留存渠道；二是公司能够及时掌控终端市场的变化；三是保障公司到渠道的产品是真品；四是能够很好的管理和控制经销商。

公司竞争的优劣势分析。优势：一是产品差异化优势（青稞营养丰富，种植于海拔 2700 米以上高原地带，为纯天然有机食品，青稞酒相比普通高粱酿造的白酒在原料上有天然的优势）；二是区域内品牌优势（“互助”商标和“天佑德”商标为中国驰名商标，公司是青海省唯一拥有两项中国驰名商标的企业，“互助”商标也被认定为“中华老字号”。公司在省内及西北市场拥有稳定的消费群体和高的品牌忠诚度，公司 80% 以上的收入来源于青海省，公司在西北市场的市场占有率为 7.68%）；三是区域政策优势（西部大开发有助于西部居民收入水平的提升，作为当地企业将最新受益）；四是体制优势（公司为民营企业，激励相对到位，部分高管间接持有公司股份）。劣势：一是产品在域外的认知度未知；二是综合竞争力有待加强（白酒行业快速复苏，崛起了一大批竞争力强的区域性白酒企业，在已上市的白酒公司中，公司收入规模倒数第二，净利润排行第九）。

盈利预测和估值。按发行后总股本 4.5 亿股计算，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.47 元、0.66 元和 0.90 元，考虑到公司的成长性、白酒可比公司的估值、白酒新股资源的稀缺以及公司中小板上市估值溢价等因素，以 2012 年 EPS 的 28-30 倍 PE 计，对应合理股价区间为 18.48-19.80 元。

风险提示：宏观经济对白酒行业影响；食品安全事件对估值的重大影响。

证券分析师 施剑刚(S0860510120024) 021-63325888\*6075

shijiangang@orientsec.com.cn

证券分析师 李淑花(S0860510120034) 021-63325888\*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

## 最新报告

### 1 海能达：索罗斯为何连续增持 Motorola Solution；维持买入

#### 事件说明

媒体在 8 月和 11 月报道索罗斯连续在 2011 年二季度和三季度连续增持 Motorola Solution 股票，累计持股截止 3 季度末达到 660 万股，总价值达 2.764 亿美元。Motorola Solution Inc. (股票简称 MSI) 是全球领先的集群通信整体解决方案提供商，占据全球市场份额 60% 以上。而海能达作为国内领先的集群通信解决方案提供商，是否也应该值得我们青睐？

<http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20111115/085710816469.shtml>

#### 研究观点

在看空机制健全的美国市场增持 MSI 意味着索罗斯看好公司。美国市场做空机制健全，尽管全球经济环境不稳定，在科技领域进行防御配置似乎不是索罗斯的风格，况且据我们测算估值不低。我们认为，索罗斯增持 MSI 意味着其看好该公司发展，对行业和公司的发展有其独特的偏好。

看好 MSI 或许来源于对行业高盈利能力、模转数带来的行业增长能力的信心：

稳定 50% 毛利率的蓝海市场：MSI 作为全球领先的集群通信提供商，毛利率长期维持在 50% 左右，与通信行业主系统设备商 30% 左右的毛利率相比，属于高盈利能力的蓝海市场；

模转数或许带来行业高增长机会：从全球需求趋势来看，全球仍然有约 55% 的集群客户应用模拟集群，数字集群空间很大，且随着智能终端技术和高带宽无线技术的发展，模拟向数字转换有望迎来加速期。MSI 在 Q3 单季度营收增长未受经济环境影响快速增长 10%，对模转数预期更加明确。

海能达收购 PMR 或将推动其在集群通信高盈利蓝海市场形成突破。海能达若成功收购 PMR，将在 Tetra、DMR 等领域突破形成全套解决方案的能力，一方面弥补海能达当前在国内无法承接 Tetra 解决方案的困境，另一方面利用 PMR 全球渠道和典型数字项目，在全球模转数的机遇中实现全球市场的大幅增长。我们认为，收购 PMR 后，面对集群通信的蓝海市场，海能达有望在国内外均实现快速发展，索罗斯所看好 MSI 的理由，都将同样成为我们看好海能达的重要原因。

**投资建议：**根据公司三季报情况，受部分大订单延后影响，我们适当调低了营收预期，同比费用率有所提高，我们下调海能达 2011-2013 年盈利预测分别至 0.54、0.97、1.34 元。四年 CAGR 为 47.21%，考虑到市场估值水平正向 2012 年切换且估值水平下降，我们调整估值方法，参考 PEG=0.6，基于 2012 年 EPS，目标价 27.47 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：竞争风险、PDT 等数字标准推进的不确定性、应收账款风险。

催化剂因素：PMR 收购通过，PDT 加速发展、海外拓展标志性进展等。

**证券分析师** 吴友文 (S0860510120025) 021-63325888\*6091 wuyouwen@orientsec.com.cn

**证券分析师** 周军 (S0860510120007) 021-63325888\*6127 zhoujun@orientsec.com.cn

### 2 好当家：增发尘埃落定，业绩驶入快车道；维持买入

#### 事件：

公司于 11 月 30 日公告了非公开增发的结果，发行价格为 11.45 元，募集资金净额 10.91 亿元，拟投向海参养殖、人工鱼礁、海参育苗等三个项目。同时，我们于近期走访了烟台威海等地的海鲜市场，并前往东方海洋莱州湾海域、好当家围堰养殖区实地考察了海参捕捞与消费情况。

我们的分析：

秋季捕捞期采捕情况理想，全年采捕量有望接近 2200 吨。公司现有海参养殖面积 2.6 万亩，今年有效捕捞面积 1.8 万亩。秋季捕捞期在 10 月初到 12 月上旬。10 月中旬开始大规模捕捞。今年天气情况较好，只有 1-2 天不能捕捞，我们预计下半年采捕量 1100 吨左右，加上上半年实际捕捞 1064 吨，全年有望接近 2200 吨，同比提升超过 60%。（见图表 1）

海参价格稳中有升，供销两旺。目前进入冬季进补期，根据我们对当地市场的调研，海参需求旺盛。公司目前现场鲜销海参价格在 184 元/kg 左右，与上半年均价持平，随着消费旺季到来和大规模捕捞期结束，我们预计价格有望继续上扬。

未来两年海参业务增长主要看点在于“亩产提高”和“毛利率提升”。公司 2010/2011/2012 年的有效捕捞面积分别为 1.4 万亩/1.8 万亩/2.6 万亩，新增 1 万亩围堰 2015 年才能开始贡献业绩。从养殖面积上公司未来几年增速不算快。主要增长来源依赖于亩产和毛利率的提升。过去公司亩产长期处于低水平（2010 年亩产不足 80kg），而围堰养殖的行业平均水平可以达到 200-250kg。究其原因，一是由于此前投苗密度比较低，二是由于过去淤泥底导致海参成活率下降。从 09 年起，公司投苗量大幅提高。（见图表 2）同时对现有 2.6 万亩水域进行了精养池改造。今年捕捞量大幅提升正是得益于第一批 0.8 万亩精养池开始收获。随着公司精养池逐步进入收获期，我们保守假设未来亩产提升至 150kg，预计公司年捕捞潜力达 4000 吨。由于成本摊销固定，随着捕捞量提升，预计毛利率提升明显。

非公开增发获大股东和大机构认可。此次非公开增发好当家集团作为大股东以 1.2 亿元现金认购其中 1048 万股，占本次增发总股数的 10.82%，此外，值得注意的是，剩余股份大部分被博时、广发、易方达、大成等大基金认购，体现了大机构对公司发展的信心。

**维持公司买入评级，目标价 14.5 元。我们预计公司 2011-13 年海参实现销售分别为 2,050/3,100/3,650 吨，基于海参均价 188/185/200 元/kg 的假设，预测公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.31、0.47、0.56 元（已考虑增发摊薄），按照行业平均 PEG=0.55，给予 2012 年 31XPE，对应目标价 14.5 元，维持公司“买入”评级。**

股价催化剂：海参价格上涨，参蜆混养效益高于预期

风险因素：经济下滑影响海参消费，自然及人为灾害影响成活率

**证券分析师 杨宝峰(S0860510120005) 021-63325888\*6099 yangbf@orientsec.com.cn**

**联系人 欧阳婧 021-63325888\*6046 ouyangjing@orientsec.com.cn**

## 宏观财经要闻

- 人民币遭狙击连跌停 机构会诊热钱流出后患

12月6日，人民币抛售压力推动该汇率升至日交易区间下限 6.3651 元，连续第五个交易日触及跌停。 同一日，上证指数盘中下探底 2310 点，欲触及前期 2307 点的低位；进入 12 月以来，上证指数跌幅已经累计达 2.78%。

- 央行外汇占款 8 年首降 10 月净减 893 亿
- 11 月新增贷款或不超 6000 亿 信贷宽松仍需观望

央行数据显示，10 月外汇占款余额月环比负增长 249 亿元。分析人士认为，10 月外汇占款出现负增长，与欧债危机持续深化、海外市场对人民币贬值的预期、中国经济增速下滑、房地产市场和资本市场萎靡等因素有关。

- 1 年期央票利率连续第四周维持在 3.4875% 水平

央行周二发行 500 亿元 1 年期央票，发行量较上周增加逾两倍，中标利率连续第四周维持 3.4875%，超出市场预期。业界专家分析，央行维稳 1 年期央票利率，可能是为了防止在存款准备金率下调之后降息预期的升温。因为 1 年期央票利率往往被市场看作是利率变动的风向标。

- 美元汇率走低 原油期货收涨 0.3%

## 行业

- 碳排放量激增创历史新高
- 基药目录将增加抗结核药品
- 水泥需求难言乐观

工信部网站 6 日消息称，今年以来，水泥及水泥熟料出口呈持续大幅下降态势，预计出口量将创下 2005 年以来最低。分析人士指出，由于房地产、基建投资增速下滑趋势短期难以扭转，水泥需求不容乐观。

- 成品油价上调窗口近期恐难开启

业内分析师认为，目前看来，近期成品油价格上调的可能性不是很大；本月内上调窗口能否打开，还要看未来两三周国际原油价格的“脸色”。

## 东方证券近一周发表的研究报告：

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/12/6	公司研究/农业	600467	好当家	买入	好当家：增发尘埃落定，业绩驶入快车道（动态跟踪）	杨宝峰、欧阳婧
2011/12/6	公司研究/通信	002583	海能达	买入	海能达：索罗斯为何连续增持Motorola Solution（动态跟踪）	吴友文、周军
2011/12/6	行业研究/电子	——	——	看好	电子行业：宏碁：Ultrabook是未来5年主流PC产品（周报）	周军、张乐、施敏佳、郑青、黄盼盼
2011/12/6	衍生品研究	——	——	——	沪深300指数期货：多方进场会对吗（动态跟踪）	孟卓群、高子剑
2011/12/6	行业研究/房地产	——	——	看好	房地产行业：部分一二线城市成交量继续回升（周报）	杨国华、周强
2011/12/6	行业研究/煤炭	——	——	看好	煤炭行业：煤炭下游略回升，股价连续跑输大盘（周报）	吴杰
2011/12/6	行业研究/机械	——	——	看好	机械行业：机械设备营养早餐1206（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、赵越峰
2011/12/6	公司研究/医药	000028	一致药业	买入	一致药业：商业网点布局再下两城（动态跟踪）	李淑花、田加强
2011/12/6	公司研究/医药	002099	海翔药业	买入	海翔药业：经营低点已过 重拾高速增长可期（动态跟踪）	庄琰、李淑花
2011/12/6	宏观研究	——	——	——	11月份主要宏观经济数据预测	闫伟、周科、孙付
2011/12/5	行业研究/通信	——	——	看好	通信及传媒行业：反垄断调查有望告一段落（周报）	周军、张杰伟、钱美舒
2011/12/5	行业研究/汽车	——	——	中性	汽车行业：汽车行业一周动态与跟踪20111205（周报）	秦绪文、王轶
2011/12/5	行业研究/计算机	——	——	看好	计算机行业：移动支付行业标准呼之欲出（周报）	周军、曹松
2011/12/5	行业研究/汽车	——	——	中性	2012年汽车行业投资策略报告：寻找结构性的投资机会	秦绪文、王轶、朱达威
2011/12/5	行业研究/旅游	——	——	看好	旅游行业：国民旅游休闲纲要 明年初或出台（周报）	杨春、吴繁
2011/12/5	行业研究/纺织服装	——	——	中性	纺织服装行业：家纺业有望超越服装成为纺织第一大市场（周报）	施红梅、朱元、糜韩杰
2011/12/5	行业研究/商贸零售	——	——	看好	商贸零售行业：看好自有物业占比较高的标的（周报）	郭洋、王佳、朱继红
2011/12/5	行业研究/机械	——	——	看好	机械制造行业：政策预期回暖，基础设施建设投资或好转（周报）	周凤武、胡耀文
2011/12/5	行业研究/家电	——	——	看好	家电行业：苹果、联想纷纷加入智能电视阵营（周报）	郭洋、唐思宇
2011/12/5	衍生品研究	——	——	——	可转债：寻找安全边际（周报）	孟卓群
2011/12/5	行业研究/电力设备	——	——	看好	电力设备与新能源行业：子板块分化明显，关注电网设备企业（周报）	曾朵红、方重寅
2011/12/5	固定收益研究	——	——	——	目前的政策组合利多债市（周报）	冯玉明、高子惠
2011/12/5	行业研究/钢铁	——	——	看好	钢铁行业：调准难阻行业延续低迷走势（周报）	杨宝峰、董亮、马泉
2011/12/5	行业研究/电子	——	——	看好	LED行业每周洞察：2011年末：TV急单+路灯捧场（周报）	周军、黄盼盼、张乐、郑青、施敏佳
2011/12/5	行业研究/银行	——	——	看好	银行业3M周报：全球银行迎报复性反弹	王鸣飞、金麟、姚栋
2011/12/5	行业研究/有色金属	——	——	看好	有色金属行业：全球经济不振，但流动性风险有所缓解（周报）	杨宝峰、徐建花、马泉

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/12/5	专题研究	——	——	——	石油化工：国内化工品跌多涨少，BD0、丙烯酸、PTMEG等价格跌幅居前（周报）	王晶、虞瑞捷
2011/12/5	绝对收益研究	——	——	——	基金仓位跟踪：仓位小幅下降1205（周报）	胡卓文
2011/12/5	行业研究/建筑	——	——	看好	建筑建材行业：政策进一步放松或可带来转机（周报）	罗果、沈少捷
2011/12/5	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111205	东方证券
2011/12/5	行业研究/煤炭	——	——	看好	煤炭行业：2012需求逐渐回暖，运输抑制有效供给（深度报告）	吴杰
2011/12/5	行业研究/环保	——	——	看好	环保行业：监管、投资、扶持政策三重超预期，关注脱硝、干法脱硫及烟气特许经营（首次报告）	周凤武、陈少杰
2011/12/5	公司研究/医药	600529	山东药玻	增持	山东药玻：纯碱价格大幅回落，投资机会显现（动态跟踪）	李淑花、田加强
2011/12/5	绝对收益研究	——	——	——	高管增持的红利——最新股票组合推荐2011-12-02	胡卓文、周静、楼华锋
2011/12/5	衍生品研究	——	——	——	沪深300指数期货：空方伏击成功（周报）	孟卓群、高子剑
2011/12/5	公司研究/医药	*002038	双鹭药业	买入	双鹭药业：明年北京市场将成为增长主力（动态跟踪）	李淑花、田加强
2011/12/5	公司研究/化工	300169	天晟新材	增持	精细化工与新材料系列报告之八天晟新材：高分子发泡领域的领军企业，蓝海中扬帆起航	王晶、杨云、赵辰、虞小波
2011/12/2	公司研究/电子	002577	雷柏科技	买入	雷柏科技：无线你的生活（首次报告）	王天一、郑青
2011/12/2	固定产品	——	——	——	本周重点报告回顾20111128-20111202	东方证券
2011/12/2	公司研究/计算机	002642	荣之联	——	荣之联：云计算时代IT数据中心一站式服务提供商（新股定价报告）	周军、曹松
2011/12/2	公司研究/食品饮料	600597	光明乳业	增持	光明乳业：12月1日起，巴氏奶及部分酸奶品种提价3%（动态跟踪）	李淑花、陈徐姗
2011/12/2	公司研究/食品饮料	000568	泸州老窖	买入	泸州老窖：降低华西证券股权比例（动态跟踪）	施剑刚、李淑花
2011/12/2	宏观研究	——	——	——	11月PMI数据点评	闫伟、周科
2011/12/2	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111202	东方证券
2011/12/2	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐1202（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、赵越峰
2011/12/2	固定收益研究	——	——	——	债市宏观环境每周预测——年末岁首 央行仍会出手	冯玉明、高子惠
2011/12/2	公司研究/医药	000423	东阿阿胶	增持	东阿阿胶：历史清白，未来辉煌（动态跟踪）	李淑花、宋敏
2011/12/2	公司研究/新媒体	600637	广电信息	买入	广电信息：资产重组正式获批带来三大看点（动态跟踪）	周军、孟玮
2011/12/2	衍生品研究	——	——	——	新华富时中国A50指数期货分析：神奇的“高价差”	孟卓群、谭瑾、高子剑
2011/12/2	行业研究/房地产	——	——	看好	房地产行业：短期反弹，中期将现趋势性向上机会（简评）	杨国华、周强
2011/12/1	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111201	东方证券
2011/12/1	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐1201（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、赵越峰
2011/12/1	行业研究/煤炭	——	——	看好	煤炭行业：煤炭限价VS政策成本封顶（简评）	吴杰
2011/12/1	固定收益研究	——	——	——	存准率下调符合预期（简评）	冯玉明、高子惠

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/12/1	行业研究/银行	——	——	看好	银行业：降准情理之中 时点意料之外（动态跟踪）	金麟、姚栋
2011/12/1	公司研究/通信	000063	中兴通讯	买入	中兴通讯：中兴通讯的2012：份额和毛利率双升（动态跟踪）	周军、张杰伟
2011/12/1	公司研究/医药	600993	马应龙	买入	马应龙：中央、两翼均有亮点（动态跟踪）	李淑花、宋敏
2011/12/1	公司研究/医药	002038	双鹭药业	买入	双鹭药业：切入疫苗领域，分享成长果实（动态跟踪）	李淑花、田加强
2011/12/1	绝对收益研究	——	——	——	把握大股东解禁带来的投资机会——次新股主题投资策略跟踪	胡卓文、周静、楼华锋
2011/12/1	宏观研究	——	——	——	存准下调仍属雷鸣闪电，信贷增加才是及时雨（动态跟踪）	闫伟
2011/12/1	策略研究	——	——	——	放松！全球同步！——评中国央行下调存准及六大央行下调互换利率（动态跟踪）	策略团队

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)